仅供内部参考，请勿外传

报告日期 2026 年 09 月 15 日

红利的终结——欧洲结构性衰落的历史逻辑

分析师：王涵
S0190512020001
wanghan@xyzq.com.cn

分析师：王连庆
S0190512090001
wanglq@xyzq.com.cn

分析师：贾潇君
S0190512070005
jiaxj@xyzq.com.cn

分析师：薛宬
S0190523050003
xuecheng21@xyzq.com.cn

分析师：阎晓璇
S0190525110001
yanxiaoxuan@xyzq.com.cn

研究助理：许索耳
xusuoer@xyzq.com.cn

相关研究

AI 主线在发生变化-2026.09.09

【兴证宏观】地缘重塑下的中亚-2026.09.08

棋至中盘的大国竞争-2026.08.28

投资要点：

- 2008 年金融危机之后，欧债危机、英国脱欧、俄乌冲突接连爆发，并非孤立突发事件，而是欧洲经济、社会与政治系统性演变的外在表现。回溯二战后欧洲发展历程，可划分为冷战时期、冷战后红利期、红利逆转期三个阶段，欧洲当前的相对衰落，本质是过往多重发展红利逐步消退的结果。

- **冷战阶段（1945-1991 年），欧洲是美苏对峙的战略前沿。**依托美国提供的安全保护红利，西欧得以压低防务开支，将资源集中用于战后重建与福利体系建设。叠加马歇尔计划的资金扶持与欧洲一体化制度建设，西欧经济实现快速复苏，煤钢共同体、罗马条约、关税同盟相继落地，为区域增长搭建制度框架。但冷战末期，东西欧发展差距持续拉大，无论人均 GDP、居民汽车与电话保有量，还是人均预期寿命，东欧均显著落后于西欧，两类体制下的经济民生鸿沟已然形成。

- **冷战结束开启了 1992-2007 年的红利黄金时代。**苏联解体消解直接军事威胁，欧洲收获和平红利，军费规模大幅收缩，财政资源更多投向民生与经济整合。单一市场落地、欧元推出、欧盟东扩进一步释放一体化制度收益，南欧国家融资成本大幅下行，西欧企业获得新市场与就近生产基地，中东欧迎来资本流入与发展机遇。与此同时，全球化拓展外部市场，俄罗斯廉价管道能源压低制造业生产成本，多重红利相互放大，推动欧洲经济金融地位攀上阶段性高点，2007 年欧盟 GDP 规模短暂超过美国，欧元在全球外汇储备占比也升至历史高位。但这一繁荣建立在有利外部环境之上，欧盟并未建成统一财政与独立防务体系，内生制度短板始终存在。

- **自 2008 年起欧洲进入红利逆转阶段，多重利好条件相继反转。**一体化边际收益递减，成员国利益分歧加剧，否决事件数量大幅攀升，英国脱欧集中暴露内部张力。全球化退潮带来双重冲击：外部贸易保护抬头，欧洲贸易条件恶化；地缘冲突推高能源成本，制造业成本优势遭到侵蚀。安全红利不断流失，外部地缘冲突倒逼欧洲加大国防投入；人口深度老龄化推高养老金、医疗等福利刚性支出，在经济增速放缓背景下，防务与福利支出挤压科技创新、产业投资的财政空间，欧洲结构性衰落特征逐步显性化。

- **展望金融市场，欧洲资产面临压力，或沦为美元美债的“彼岸资产”，但难改美元美债压力。**红利褪去，欧元资产吸引力下降，欧元或偏弱。欧洲股市整体受经济放缓、贸易条件恶化、能源成本抬升压制，行业分化：军工受益再武装，传统汽车转型压力大，全球竞争力领先行业有望穿越周期。欧洲风险抬升或驱动资金向美元美债避险，弱欧元或支撑美元指数，但美元霸权收缩趋势仍在延续，美国自身财政压力突出，美元美债压力难改。

- 风险提示：全球地缘政治变局加速演进；全球经济、政策不确定性上升。

仅供内部参考，请勿外传

一、战后欧洲经历的三个发展阶段

2008 年全球金融危机以来，欧洲经历了欧债危机、英国脱欧、俄乌冲突等一系列重大事件，这些事件并非孤立，而是欧洲经济、社会与政治层面系统性变化的缩影。要理解这些变化的根源，必须回溯二战后欧洲的演进。

我们认为，战后欧洲经历了三个阶段：冷战时期（1945-1991 年）；冷战后红利期（1992-2007 年）；红利逆转期（2008 年至今）。本文将系统梳理这三个阶段，并探究各阶段现象背后的原因及其影响。

图1、二战至今，欧洲经历了三个阶段



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

二、冷战时期(1945–1991)：处于战略前沿的欧洲

二战后，欧洲成为美苏冷战前沿，被“铁幕”一分为二。二战结束后，随着共同敌人的消失，两种意识形态难以互相认可、以及地缘安全上诉求的不同，美苏战时盟友的合作秩序在 1945–1955 年间逐步瓦解。这一瓦解以若干标志性事件为代表。1946 年 2 月，美国驻苏联代办乔治·凯南发出“长电报”，认为苏联难以与西方建立持久合作——这为美国后续的遏制政策奠定了思想基础。1946 年 3 月，丘吉尔发表“铁幕演说”，以“一道铁幕已经横贯欧洲大陆”将欧洲的既成分裂公开命名。在此基础上，1947 年杜鲁门主义与马歇尔计划相继出台，美国对苏政策由观望转向遏制；1949 年北约成立，1955 年华约成立，冷战美苏两极格局正式确立。欧洲作为美苏两大势力迎面相接的地方，战略地位快速上升，成为冷战前沿。在此背景下，欧洲被“铁幕”一分为二：东欧划归苏联阵营，西欧则纳入美国阵营，德国被分为东、西两德，成为冷战时期军事对峙、经济竞争和对外宣传的主战场。

美国对西欧的全面支持，叠加一体化进程，共同推动西欧战后的快速恢复。军事上，1949 年北约成立，西欧防务的主要成本由美国承担。1950–1990 年，美国军费占 GDP 均值 7.8%，而西欧四国的均值仅为 4.2%，这使西欧可以把有限资源集中于经济重建与福利扩张上。经济上，马歇尔计划向西欧注入约 133 亿美元[1]并推动欧洲内部贸易自由化。在此双重支持下，西欧迅速摆脱战争创伤，进入战后

[1] https://diplomacy.state.gov/online-exhibits/diplomacy-is-our-mission/development/the-marshall-plan

仅供内部参考，请勿外传

高增长通道。制度层面，西欧自身启动了渐进的一体化进程：1952 年煤钢共同体的正式成立将法德的“战争工业”置于超国家机构共管，奠定法德和解政治基础；1957 年《罗马条约》确立共同市场与“四大自由”（货物、人员、服务、资本自由流动）目标；至 1968 年 7 月建立关税同盟——内部关税归零、对外统一关税，要素壁垒的持续下降，为西欧经济后续的持续增长提供了制度和市场条件。

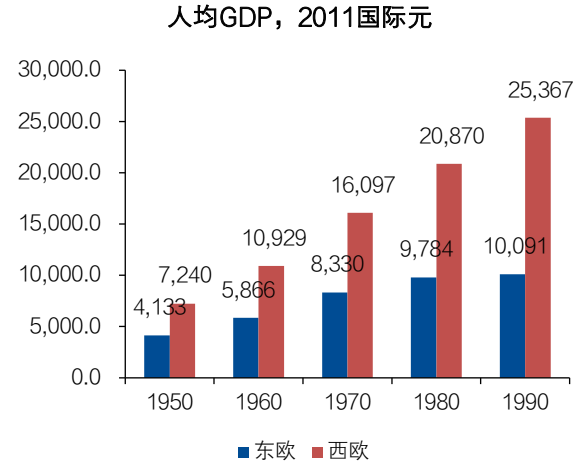
图2、冷战时期，西欧的经济一体化进程主要进程一览



数据来源：欧盟网站、外交部网站，兴业证券经济与金融研究院整理

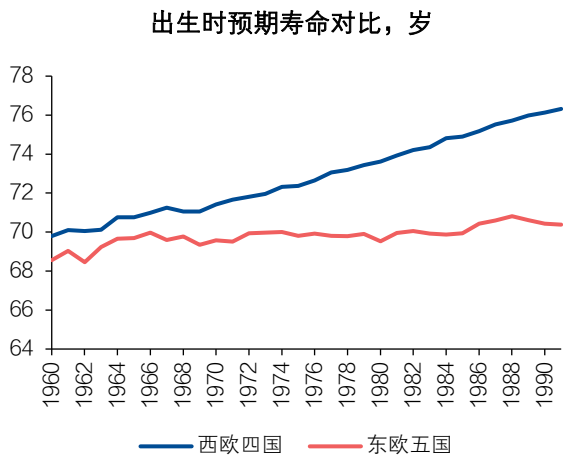
冷战末期，东西欧之间已形成明显的经济与民生差距。经济增长方面，根据 Maddison 数据库测算，1950 年，东欧人均 GDP 约为西欧的 57.1%，而到 1990 年，则仅有 39.8%，增长速度显著落后于西欧。居民生活方面，以东西德作为参照对比：每两个东德家庭中才有一个拥有私家车，而在西德，超过三分之二的家庭都能买得起汽车。而在电话普及方面，1988 年，东德只有 16%的家庭拥有自己的电话，而西德这一比例则达到 93%。[2]医疗健康方面，东欧与西欧[3]的出生时预期寿命差距，由 1960 年的约 1.2 岁扩大至 1991 年的约 5.9 岁；且至 1991 年，东欧五国婴儿死亡率均高于西欧四国。

图3、冷战期间，东欧人均 GDP 增长慢于西欧



数据来源：Maddison，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、冷战期间，东西欧出生时预期寿命差扩大



数据来源：世界银行，兴业证券经济与金融研究院整理

[2] https://www.bpb.de/themen/deutsche-einheit/deutsche-teilung-deutsche-einheit/43842/wandel-der-sozialstruktur/

[3] 东欧选取捷克、匈牙利、波兰、保加利亚和俄罗斯五国；西欧选取法国、德国（冷战时期为西德数据）、意大利和英国四国。

仅供内部参考，请勿外传

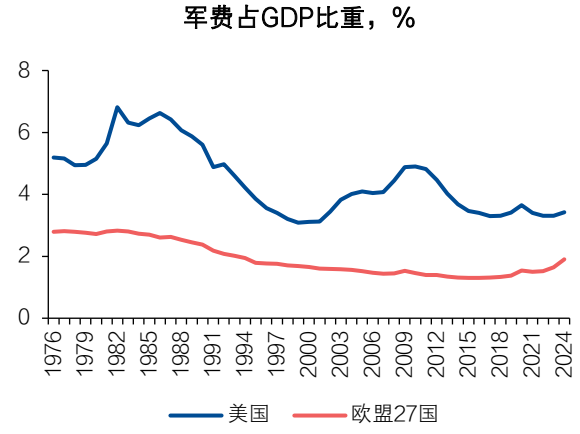
三、冷战后的红利期(1992–2007)：多重红利的黄金年代

苏联解体之后，欧洲同时获得和平、一体化、东扩、全球化与廉价能源等多重红利，造就了冷战后欧洲的繁荣。

冷战结束后的十余年，是欧洲战略地位上升最快、发展条件最宽松的时期。苏联解体消除了直接军事威胁，欧盟建设、单一市场落地、欧元相继推出，中东欧国家重新融入欧洲经济体系，中国加入世界贸易组织进一步扩大了全球市场空间。和平、一体化、东扩、全球化与廉价能源几大红利在不同年份启动，随后互相强化放大，推动欧洲从冷战阵营的其中一翼，成长为多极格局中的重要一极。

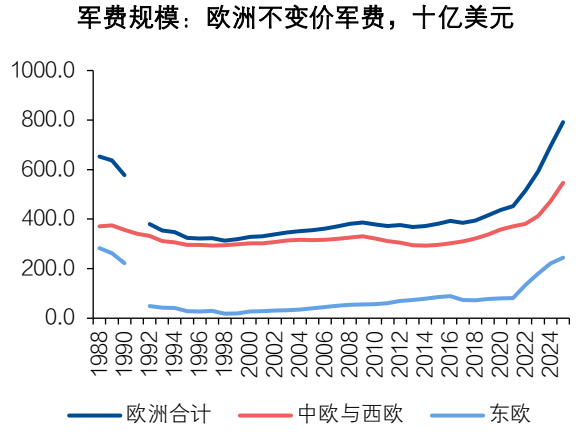
和平红利首先释放了欧洲的财政与政策操作空间。按世界银行固定欧盟 27 国回溯口径，军费占 GDP 的比重从 1991 年的 2.18%降至 2000 年的 1.65%。按 SIPRI 欧洲区域口径，以 2024 年不变价美元计算，欧洲军费从 1988 年的 6532 亿美元降至 2000 年的 3285 亿美元，接近减半。军费削减主要来自东欧国家，西欧国家更多依靠经济增长稀释军费负担。北约与美国的安全承诺继续存在，欧洲国家得以把更多资源用于福利、公共投资和经济整合。

图5、欧洲军费负担在冷战结束后下降



数据来源：世界银行 WDI，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、欧洲军费规模冷战结束后明显下降



数据来源：SIPRI 军费数据库，兴业证券经济与金融研究院整理

单一市场、欧元与东扩把安全环境的改善转化成了长期制度收益。1993 年单一市场建成后，欧盟内部贸易占比稳定在六成左右。欧元启动前，意大利、葡萄牙长期国债对德利差从 1990 年的 4.8~6.7 个百分点收窄到 1999 年的 0.2~0.3 个百分点，南欧融资成本明显下降。2004 年欧盟吸收十个新成员，2007 年又接纳保加利亚和罗马尼亚。中东欧得到资本、订单和增长机会，西欧企业则获得新市场与距离更近的生产基地。

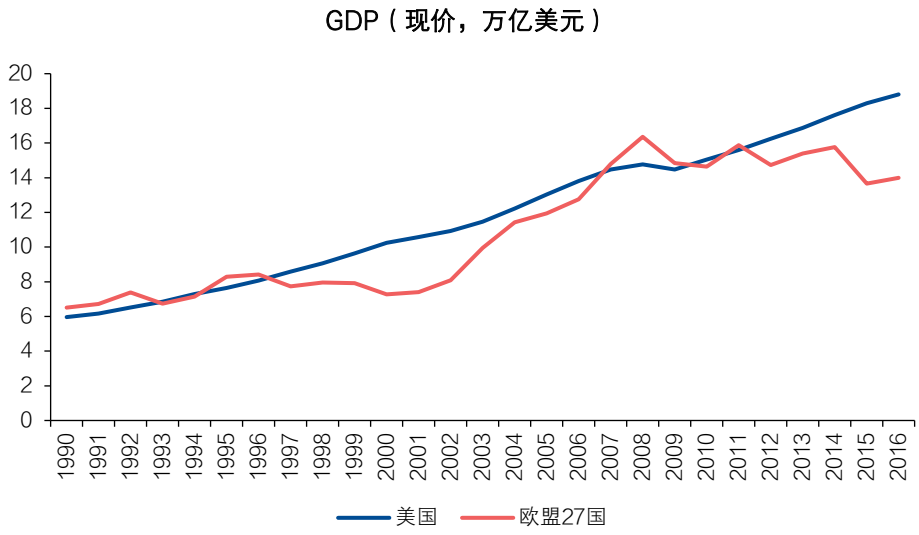
全球化与俄罗斯能源进一步放大了欧洲统一市场的收益。德、法、英、意、西五国贸易开放度均值从 1990 年的 42.1%升至 2007 年的 59.6%，中国占欧盟区外

仅供内部参考，请勿外传

进口的比重也从 2002 年的 7.8%升至 2007 年的 14.1%。与此同时，2000 年俄罗斯天然气约占欧盟天然气进口总量的 41.3%，同期欧盟天然气进口依赖度已达 65.7%。全球市场扩大了欧洲企业的销售范围，较便宜的管道天然气压低了化工、金属、汽车等行业的投入成本，德国及中东欧制造网络由此获得更强竞争力。

多重红利叠加后，欧洲的经济与金融地位在阶段末达到高点。按现价美元计算，2007 年欧盟国内生产总值约 14.78 万亿美元，略高于美国的 14.47 万亿美元。按当时常用的已分配外汇储备口径，欧元份额从 2001 年的 19.2%升至 2007 年的 26.3%，稳居全球第二。需要注意，现价美元 GDP 会受汇率扰动，欧盟既没有统一财政，也不具备独立的安全防务能力。尽管存在上述短板，但这一高点具备现实基础，是内部制度能力与外部有利条件共同叠加的结果。

图7、欧盟经济总量在 2007 年前后一度高于美国



注：欧盟采用固定 27 国回溯口径。
数据来源：世界银行 WDI，兴业证券经济与金融研究院整理

四、红利逆转期(2008 年以来)：红利消退与相对衰落

2007 年普京在慕尼黑安全政策会议发表讲话[4]、2008 年俄格战争[5]，成为阶段转折的标志性事件。自此之后，每一场危机都在消耗冷战结束以来积累的各类红利，欧洲的战略地位从“多极中的一极”滑向大国博弈的棋盘。

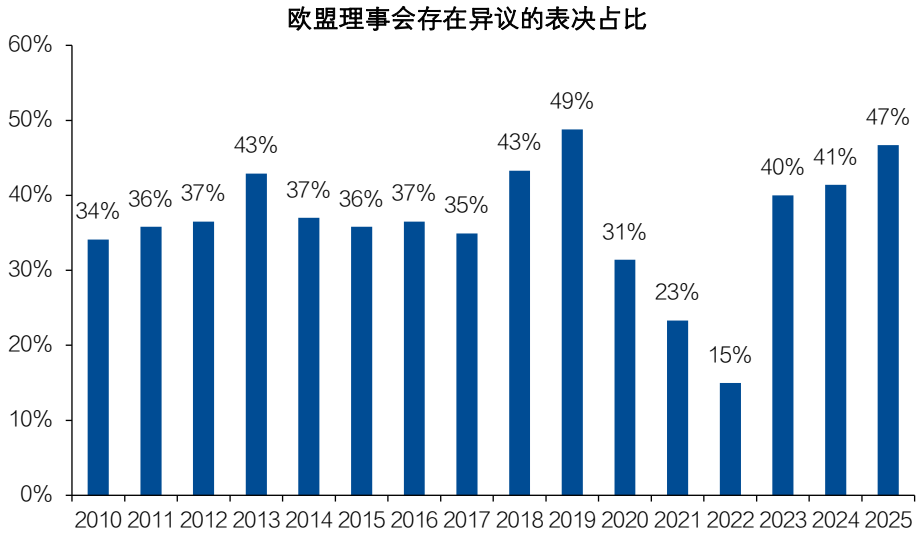
欧洲一体化进程遭遇制度边界约束。欧洲早期通过取消关税壁垒、促进要素流动等共同制度，显著降低了成员国之间的交易成本。但随着成员国扩容、合作范围深入主权敏感领域，一体化的边际收益下降，内部协调成本上升。Pircher 和

[4] https://sputniknews.cn/20260211/1069725564.html
[5] http://euroasia.cssn.cn/kycg/wgjs/201905/t20190510_4879079.shtml

仅供内部参考，请勿外传

Farjam[6]的研究表明，《里斯本条约》生效后，欧盟成员国的公开分歧程度明显上升。2010 至 2019 年，约 36%的立法决策至少出现一个成员国反对或弃权，显著高于《里斯本条约》生效前约 16%的水平。相关争议主要集中于成员国加入、制裁、援助、税收、移民和气候政策等领域，反映出各国在对外战略、主权让渡和成本分担上的分歧加深。英国于 2020 年正式退出欧盟，更集中体现了欧洲一体化进程面临的内部张力。随着经济和政治利益进一步分化，欧盟继续推动一体化需要付出更高的协调成本，一体化的制度红利日益被内部政治博弈所消耗。

图8、欧盟成员国在理事会公开表决中的异议情况



注：“存在异议”指至少一个成员国在公开表决中反对或弃权；2025 年数据统计截至当年 7 月 18 日。

数据来源：德国国际与安全事务研究所 SWP，兴业证券经济与金融研究院整理

全球化收缩打击欧洲经济增长。欧洲长期受益于全球化形成的国际分工体系，其经济增长建立在开放的外部市场和低成本的外部投入之上，而这两项基础近年来同时受到削弱。一方面，外部市场由开放转向保护。美国是欧盟最大的出口对象国，但自 2017 年以来，特朗普政府多次利用关税要求欧洲做出贸易让步。在 2025 年达成的美欧贸易框架下[7]，欧盟不仅承诺取消美国工业品关税、扩大美国农产品准入，还计划大幅增加对美国能源和芯片等产品的采购，欧洲面临的外部贸易条件趋于恶化。另一方面，低成本外部投入变得不再可靠。欧洲制造业受益于俄罗斯廉价能源、中国中间品以及全球供应链体系。但地缘政治冲突和“去风险化”使欧洲企业不得不转向更昂贵的能源供应来源。能源密集型产业首当其冲，成本压力又通过产业链向其他制造业部门传导。

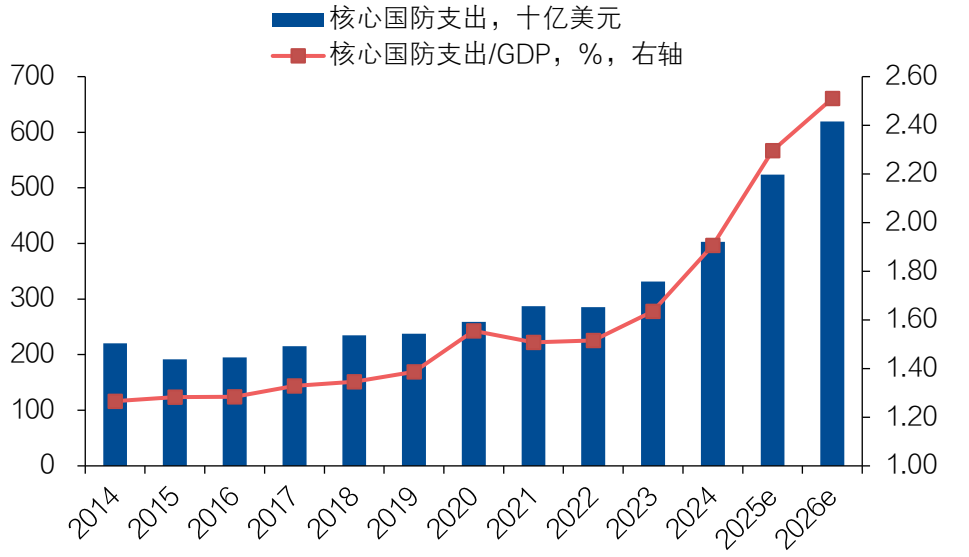
[6] Pircher, B., & Farjam, M. (2021). Oppositional voting in the Council of the EU between 2010 and 2019: Evidence for differentiated politicisation. European Union Politics, 22(3), 472-494.

[7] https://chinawto.mofcom.gov.cn/article/e/t/202509/20250903597153.shtml

仅供内部参考，请勿外传

安全成本与社会福利成本压缩欧洲政策空间。一方面，欧洲安全红利持续消退。2014 年克里米亚危机后，俄罗斯与西方关系逐步转向长期对抗；2022 年俄乌冲突进一步加剧欧洲安全问题。与此同时，美国提供安全公共品的附加条件不断抬升，持续要求欧洲承担更多防务责任和军费成本。另一方面，欧洲还面临人口老龄化下社会福利支出刚性增长的困境。欧洲较为完善的社会保障体系建立在人口结构相对有利和经济持续增长的基础之上，而随着生育率下降和人口老龄化加深，养老金和医疗支出压力持续上升。2025 年，欧盟老年抚养比已升至 35.4%，远高于 16.0%的全球平均水平。在经济增速放缓的背景下，安全支出与社会福利支出同时扩张，进一步挤压财政资源用于科技创新、产业投资的空间，削弱了欧洲应对经济冲击和推动结构转型的能力。

图9、北约欧洲成员国的国防支出近年来走高



注：不含美国、加拿大、土耳其；2025 年、2026 年为估计值。
数据来源：北约 NATO，兴业证券经济与金融研究院整理

五、对金融市场潜在影响：欧洲资产面临压力，或沦为美元美债的“彼岸资产”，但难改美元美债压力

红利褪去，欧元资产吸引力下降，欧元整体偏弱。中东能源冲击推升欧元区通胀，欧央行短期内有可能加息。然而，能源进口依赖、财政碎片化、防务与福利支出刚性，意味着加息对欧元的支撑可能有限，欧元中期大概率偏弱。若俄乌和谈取得突破，能源价格回落或阶段性提振欧洲资产（股市与欧元），但这属于边际冲击，不改变结构性衰落的长期逻辑。更值得关注的是，当欧洲资产风险上升时，欧元和欧债可能从“多极中的一极”退化为美元美债的“彼岸资产”——外流，部分转向美元与美债寻求避险。这并非因为美债基本面好，好”。

仅供内部参考，请勿外传

在此背景下，欧洲股市行业分化加剧。欧洲股市整体可能受经济增速放缓、贸易条件恶化与能源成本中枢抬升的压制。行业层面，国防军工将受益于欧洲再武装进程，具备较高确定性；传统汽车面临中国电动车带来的竞争冲击，产业转型压力突出；可选消费整体承压，高性价比平价零售品类在经济疲弱环境中相对占优；依托海外市场的全球领先行业（奢侈品、医药、半导体设备、航空航天、高端制造等）则存在穿越周期的机会。

对美元美债的影响：弱欧元可能支撑美元指数，但无法实质性减轻美元美债的压力。我们在报告《20260828-棋至中盘的大国竞争》中已指出对美元、美债的担忧：美国相对实力的下降正逐步传导至金融体系，美元在全球外汇储备中的占比自 2017 年以来持续走低，美元单极霸权的收缩进程尚未结束；当前美联储的预期引导已明确优先保美元，代价是对美债与美股的维护力度减弱。欧元偏弱导致美元对欧元被动走强，而欧元在美元指数中的权重超过一半，这使得在美元霸权收缩的背景下，美元指数（相对 6 种货币）可能仍表现偏强，但美元对广泛口径的一篮子货币可能贬得更多。欧洲金融市场的压力可能使部分资金流入美国市场，从而部分缓解美债压力，但这只是避险资金流的相对支撑。美国自身财政赤字高企、国债存量规模庞大、国债利率偏高，美债已逐渐脱离无风险资产，其面临的压力难有实质性改变。

图10、欧元从升值到结构性弱势



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：全球地缘政治变局加速演进；全球经济、政策不确定性上升。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn